

한국항공우주 (047810)

이지윤
leejyun0829@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유망

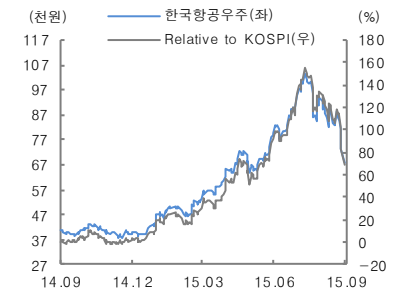
목표주가 **100,000**
하향

현재주가 **67,900**
(15.09.30)

기업업종

KOSPI	1962.81
시가총액	6,619십억원
시가총액비중	0.54%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	103,500원 / 37,650원
120일 평균거래대금	483억원
외국인지분율	14.22%
주요주주	한국산업은행 26.75% 한화테크윈 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.8	-14.6	27.2	66.6
상대수익률	-28.8	-9.7	31.5	71.5



모두 공포에 빠졌을 때 누군가는 주식을 싸게 산다.

패닉셀링 전 점검해보자

- 동사의 주가는 미국이 공식적으로 KFX 사업을 진행하는데 필요한 핵심기술 4개 부분에 대한 이전을 거부했다는 뉴스가 번지기 시작한 9/22일 증가대비 -27%, 8월 고점 대비 -36% 급락하였다.
- 모두가 패닉셀링을 하고 있는 가운데 동사에 대한 시장의 우려사항을 정리하고 시나리오 별 동사의 매출 영향을 점검하여 투자결정에 도움이 되고자 작성
- 동사의 장기적인 성장스토리는 여전히 유효하고 KFX사업의 무산가능성을 매우 낮게 보나 본 계약이 체결되기 까지 주가심리에 중대한 영향을 미치는 불확실성 요소로 남아있음을 반영하여 목표주가를 -10% 하향

Q1. 기술이전이 안된다는 이유로 KFX 사업이 무산될 가능성은?

- 언론에서는 4대 기술 이전의 어려움을 정부가 전혀 숙지하지 못했다는 방향으로 보도가 되고 있으나 이 사업은 무려 일곱번의 경제성평가를 거친 사업이다
- 수출승인 이슈가 정부가 전혀 예상하지 못한 돌발이슈는 아닐 가능성이 매우 크고 록히드마틴이 FX3차 협상에서 4개 핵심기술 이전에 대해 고려를 언급한 것이지 확정된 것은 아니라는 부분에 대해서는 공공연히 개인들도 알고 있던 사실이었다.
- 이번 노후 전투기 교체시기에 맞춰 한국형전투기를 개발하지 않고 해외전투기로 대체한다면 국내 수요기반이 없어 향후 30년간 신규 전투기를 개발하지 못한 다는 점에서 사업의 무산 가능성은 낮다고 보고 있다

Q2. KFX 사업은 진행하나 기술 국산화 완료가 지연되어 동사가 전투기 자체를 납품 못할 가능성은?(시장에서는 사업 무산 가능성보다는 Q2에 대한 가능성을 더 높게 점치고 있다)

- 전력화 시기는 지연될 수 있지만 제작이 불가능 한 것은 아니다.
- 그 예로, 두산인프라코어와 S&T중공업이 K2전차 파워팩 국산화가 장기간 지연된 사례가 있다. 정부는 전차 전력화를 더 이상 미룰 수 없었기에 1차양산까지는 독일 파워팩을 장착하고 국산 파워팩개발이 완료되어 2차양산부터는 한국 파워팩을 장착한다.
- 이와 비슷하게 KFX 사업 또한 이미 2020년 중후 반부터는 F4,F5 전투기가 수명을 다하기 때문에 초도양산은 해외부품을 장착하여 최소한의 전력공백을 채우고 한국업체의 국산화 기술이 개발 완료되면 부품을 국산화 시키는 플랜 B를 선택한다면 전투기 생산은 가능하다.
- 또는 FA50을 성능 개량하여 일부 F4,F5를 일부 대체하여 전력 공백화를 최대한 줄이는 방법도 있다. 이 방법 선택 시, 한국항공우주는 추가적인 FA50 주문을 받을 수 있다

Q2. 시나리오별 매출 추정 변화

- 적어도 연말까지는 KFX 사업의 확실한 방향성 (기존계획 대비 딜레이가 될 건지, 일부 사업에 대한 신규 파트너는 구해졌는지 등등..)에 대해서는 추측일 뿐이다
- 이 상황에서 취할 수 있는 가장 현명한 방법은 시나리오별로 당사의 매출 추정액이 어떻게 변하는 지 분석하는 것이다.(표1번)

I. 시나리오별 매출 변화 (간단추정)

6만원 초반 주가는 KFX 사업에 대한 프리미엄 상당부분 제거

KFX사업이 연내 본계약을 체결한다는 가정하에서 동사 추정치에서는 2015년에는 KFX 효과가 약 1,000억원 정도 포함되어 있으나 실제로 회사는 KFX 매출을 2015년에는 거의 잡지 않은 것으로 확인된다. 보통 시장에서는 동사의 주요 군수사업들의 개발 사업들이 양산 및 개발안정화로 돌입하는 시점을 2020년으로 보고있어 2020년 매출규모가 중요한데 KFX가 원래대로 진행된다면 2020년 약 8조원, 1~2년 딜레이된다면 7조원 초반, KFX가 미포함 된다면 6조 초~중반의 매출액이 예상된다.

단순하게 2020년 시가총액에 PSR 1배를 적용해 본다면 어제 종가로 시가총액이 6,6조원 정도이니 현재 주가는 KFX사업에 대한 프리미엄을 상당부분 제거한 상태라고 볼 수 있다(8월 고점에서는 2020년 매출액에 PSR 1.2배 수준). 사업이 현재 백지화가 된 상황이 아니기 때문에 사업 방향성에 대한 가이드라인이 정확히 나오게 된다면 현재 가격대는 부담스럽지 않다고 보고있다.

표 1. 시나리오 별 매출 변화

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
KFX 원래대로 진행	2,999	3,627	4,379	5,604	6,743	8,006
KFX 1년~2년 딜레이	2,869	3,507	4,251	4,816	5,455	7,430
KFX 미포함	2,869	3,507	4,051	4,436	4,955	6,680

자료: 대신증권 리서치센터/ 주 TX 사업 선정되었다는 기준으로 작성(2020년부터 TX양산 가정)

표 2. 연간 실적추정 (기존 추정)

(단위: 십억원)

	2011	2012	2013	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	1,417	1,538	2,026	2,999	3,627	4,379	5,604	6,743	8,006
군수+원제기	885	1,025	1,351	2,052	2,321	2,873	3,448	4,138	4,965
기체부품	533	513	675	949	1,309	1,506	1,656	1,855	2,040
MRO&PBL							500	750	1,000
영업이익	105	126	125	292	378	458	618	740	875
OPM(%)	7.4%	8.2%	6.1%	9.7%	10.4%	10.5%	11.0%	11.0%	10.9%
세전순이익						438	592	713	845
지배순이익	73	74	90	232	282	338	462	556	659
NIM(%)	5.2%	4.8%	4.4%	7.7%	7.8%	7.7%	8.2%	8.2%	8.2%
EPS	810	760	924	2,378	2,896	3,463	4,737	5,702	6,763
BPS	9,106	9,864	10,636	15,424	18,644	23,165	22,198	26,474	31,546
ROE				20%	21%	20%	23%	23%	23%
PBR									
현재주가	67,500			4.4	3.6	2.9	3.0	2.5	2.1
목표주가	100,000			6.5	5.4	4.3	4.5	3.8	3.2
PER									
현재주가	67,500			28.4	23.3	19.5	14.2	11.8	10.0
목표주가	100,000			42.0	34.5	28.9	21.1	17.5	14.8

자료: 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,016	2,315	3,003	3,626	4,375
매출원가	1,774	2,027	2,550	3,057	3,706
매출총이익	242	288	453	569	671
판매비와관리비	118	127	161	191	212
영업이익	125	161	292	378	458
영업이익률	6.2	7.0	9.7	10.4	10.5
EBITDA	203	250	376	494	603
영업외손익	-32	-21	7	-14	-23
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	36	41	32	32	32
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-45	-49	-36	-46	-56
외환관련손실	33	36	25	25	25
기타	-22	-13	10	0	0
법인세비용차감전순이익	92	141	299	364	435
법인세비용	-2	-30	-67	-81	-97
계속사업순이익	90	111	232	282	338
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	111	232	282	338
당기순이익률	4.5	4.8	7.7	7.8	7.7
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	90	111	232	282	338
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	94	95	215	266	321
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	94	95	215	266	321

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	924	1,140	2,378	2,896	3,463
PER	31.4	34.9	28.5	23.4	19.6
BPS	9,864	10,636	12,770	15,424	18,644
PBR	2.9	3.7	5.3	4.4	3.6
EBITDAPS	2,086	2,565	3,861	5,065	6,182
EV/EBITDA	14.3	16.8	18.5	14.3	12.0
SPS	20,686	23,748	30,811	37,203	44,888
PSR	1.4	1.7	2.7	2.2	1.8
CFPS	2,648	3,149	4,721	5,822	6,939
DPS	200	250	250	250	250

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	31.4	148	29.7	20.7	20.7
영업이익 증가율	-1.0	29.5	81.2	29.3	21.3
순이익 증가율	22.1	22.9	108.7	21.8	19.6
수익성					
ROIC	10.0	10.3	16.5	18.0	18.4
ROA	6.4	7.9	12.1	12.4	12.5
ROE	9.7	11.1	20.3	20.5	20.3
안정성					
부채비율	105.5	102.7	118.4	123.0	119.4
순차입금비율	9.0	31.8	26.7	30.4	32.3
이자보상배율	9.6	12.1	27.7	17.8	15.0

자료: 한국항공우주, 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,145	1,244	1,648	1,948	2,174
현금및현금성자산	138	13	277	344	285
매출채권 및 기타채권	394	585	634	762	915
재고자산	359	433	536	648	781
기타유동자산	254	213	200	194	192
비유동자산	831	858	1,070	1,405	1,814
유형자산	494	494	612	823	1,011
관계기업투자금	3	3	3	4	4
기타비유동자산	335	360	455	578	799
자산총계	1,976	2,101	2,718	3,353	3,988
유동부채	722	543	747	1,026	1,222
매입채무 및 기타채무	486	366	410	449	495
차입금	50	50	150	300	315
유동성채무	36	53	78	114	167
기타유동부채	149	73	110	164	245
비유동부채	293	522	726	823	948
차입금	91	261	391	391	391
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	202	260	335	432	557
부채총계	1,015	1,065	1,473	1,850	2,170
자배지분	961	1,037	1,245	1,503	1,817
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	341	415	623	881	1,194
기타지분변동	5	6	6	7	8
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	962	1,037	1,245	1,503	1,817
순차입금	87	330	332	457	586

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	202	-113	397	405	469
당기순이익	90	111	232	282	338
비현금항목의 가감	168	196	228	285	339
감가상각비	79	89	84	116	144
외환손익	10	-3	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	78	111	149	174	199
자산부채의 증감	-42	-389	12	-62	-82
기타현금흐름	-15	-31	-75	-100	-126
투자활동 현금흐름	-241	-80	-284	-445	-551
투자자산	0	-5	-17	-50	-153
유형자산	-141	-51	-180	-300	-300
기타	-99	-23	-87	-95	-98
재무활동 현금흐름	-47	68	232	164	46
단기차입금	-58	-38	100	150	15
사채	0	99	99	-50	-50
장기차입금	18	25	30	50	50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-19	-24	-24	-24
기타	12	2	27	38	55
현금의 증감	-86	-125			
기초 현금					
기말 현금					
NOPLAT					
FCF					

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지윤)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국항공우주(047810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150928)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.0%	14.5%	0.6%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상